

各行业实际利率温差

--金融高频数据周报（2024年4月15日-4月19日）

核心观点：

央行如何看待当前实际利率的水平：央行4月18日的国新办发布会上，回应当前市场对于实际利率水平的关注。1、“内需偏弱，物价低位运行”是实际利率维持相对高位的主要原因；2、当前央行高度关注通胀走势，推升通胀是重要政策目标；3、实际利率的观察需要结构视角，各行业实际利率出现分化，部分行业实际利率稍高“一定程度上也有利于推动企业控产能、去库存”，推动经济结构转型。

实际利率水平的观察：1、从平均水平来看，名义利率下行，但通胀处于低位带给实际利率压力。实际利率从2023年开始总体处于上升趋势，2024年1月创出2021年以来新高。2、实际利率在2024年2月、3月快速回落，已低于2023年平均水平。3、分行业看，由于名义利率和物价水平不同实际利率水平相差较大。（图1、图2）

制造业偏高的实际利率与央行首次强调“有市场需求”的制造业中长期贷款：我们将制造业相关行业的PPI采用算数平均简单估算制造业总体的通胀水平，2024年1季度和2023年制造业的PPI累计同比分别为-2.04%和-2.47%。较低的通胀水平带来制造业实际利率偏高，多数制造业细分行业的PPI水平在负值区间运行，侧面反映制造业部分行业存在阶段性能过剩。这是为什么央行在1季度的货币政策委员会例会首次提出“引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款”。这意味着制造业的中长期贷款要流向“有市场需求”的领域，缓解产能过剩对通胀的压制。1季度制造业PPI水平比2023年末上行，是积极信号。分行业看PPI水平，农副食品制造、电气机械及器材制造下行幅度居前；黑色金属、有色金属冶炼及压延加工，石油、煤炭及其他燃料加工，化学纤维制造等通胀水平明显回升。（图3）

我们的判断：推升物价温和回升成为货币政策重要目标，逆周期调节主要在数量

M2的政策目标是略高于8%的水平。低于8%将无法体现逆周期调节的政策意图，也不利于推升通胀回升。关注过剩产能，盘活存量的背景下贷款增速和M2增速可能继续下行。央行可能在公开市场操作逐步增加国债买卖，既有利于保持国债收益率曲线的向上倾斜形态，又可以有效投放基础货币有助于推升M2。2季度政府债券和政策性银行债的发行大概率提速，有可能优先启用降准配合提供流动性。

本周市场观察（4月15日-4月19日）：

公开市场操作：本周逆回购净回笼20亿元，MLF缩量700亿元续作，利率不变。

货币市场利率上行：SHIBOR007和DR007分别收于1.8700%（+5BP）、1.8775%（+4BP）。GC007收于1.9050%（+1BP）。R007与DR007利差收缩至2BP。

银行间质押式回购日均成交量上升：从上周的约6.5万亿上升至约6.9万亿。

国债收益率曲线下移，走平：30年中债国债收益率下行至2.4411%（-5BP）；10年期收于2.2540%（-3BP），在2.3%的之下波动；1年期收于1.6933%（-0BP）。

同业存单发行利率继续快速下行，创2023年以来新低：1年期国有银行同业存单发行利率收于2.02%（-7BP）；股份制银行收于2.06%（-6BP）。

美元指数快速突破106之后继续小幅上行，非美货币贬值，人民币小幅贬值：人民币即期汇率贬值0.04%，收于7.2402（+26pips），日元-0.93%、韩元-0.49%、欧元+0.14%、加元+0.18%、澳元-1.98%、英镑-0.64%。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

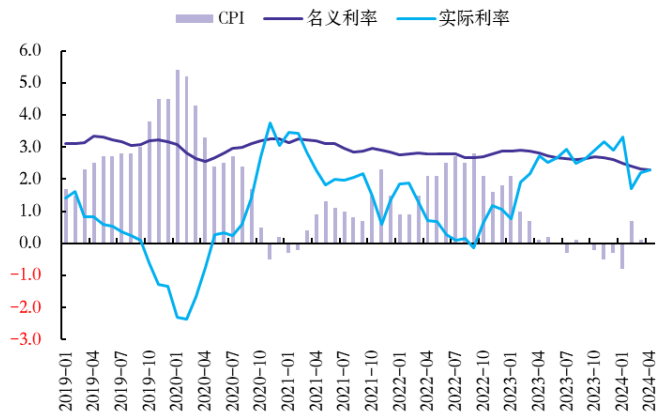
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

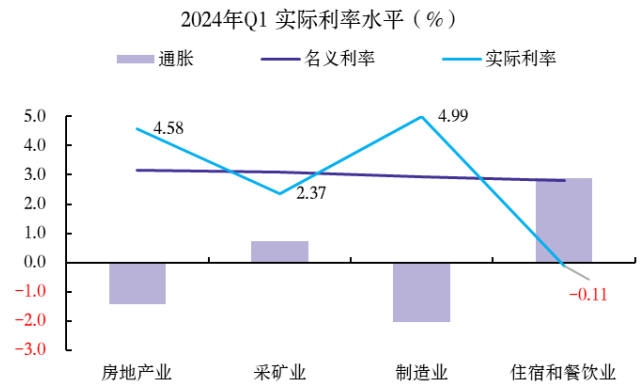
- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.对相关行业通胀水平和实际利率估算不准确的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

图1：名义利率与实际利率（%）



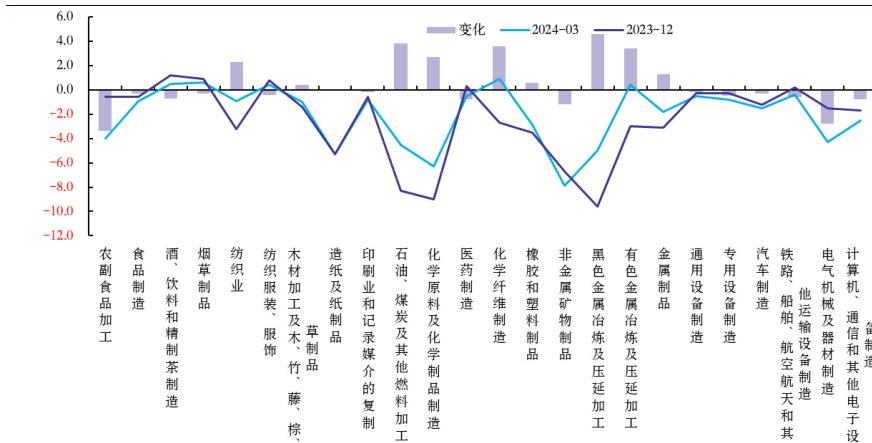
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：部分行业实际利率水平



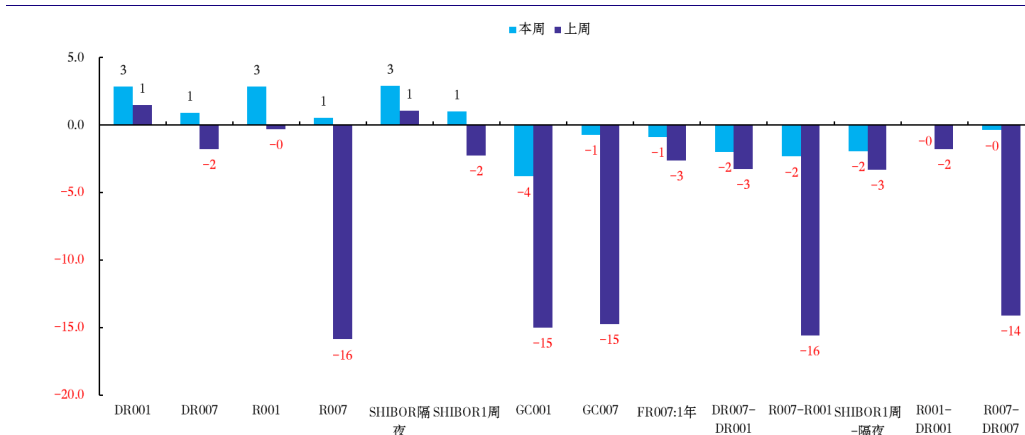
资料来源：Wind，中国银河证券研究院
分类按照证监会分类标准，各行业通胀水平按照CPI和PPI相关分项简单加权估算，可能存在误差
名义利率按照期限为5年以上信用债发行利率简化估算，可能存在误差

图3：制造业各细分行业PPI累计同比（%）



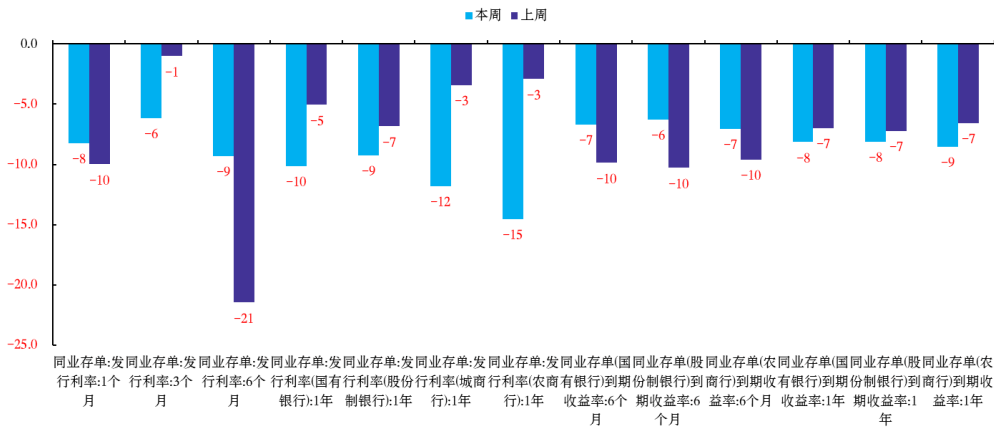
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院
本周：4月15日-4月19日，上周：4月7日-4月12日，上上周：4月1日-4月3日

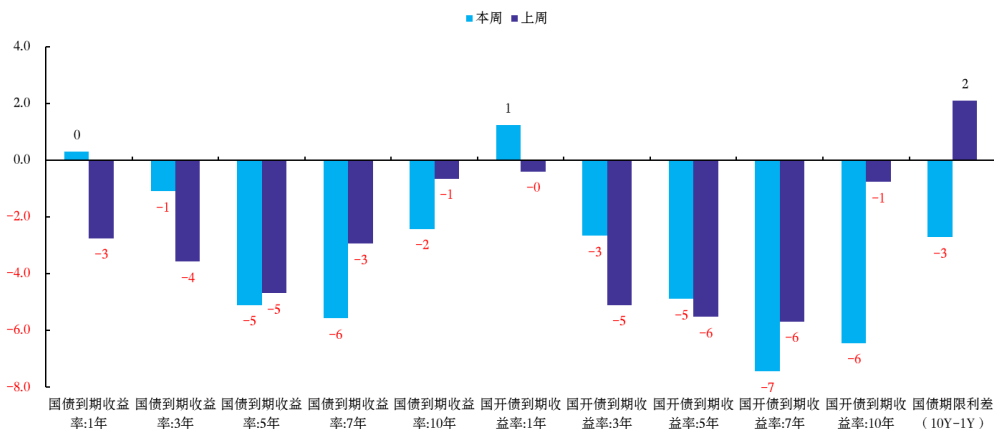
图5: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

本周: 4月15日-4月19日, 上周: 4月7日-4月12日, 上上周: 4月1日-4月3日

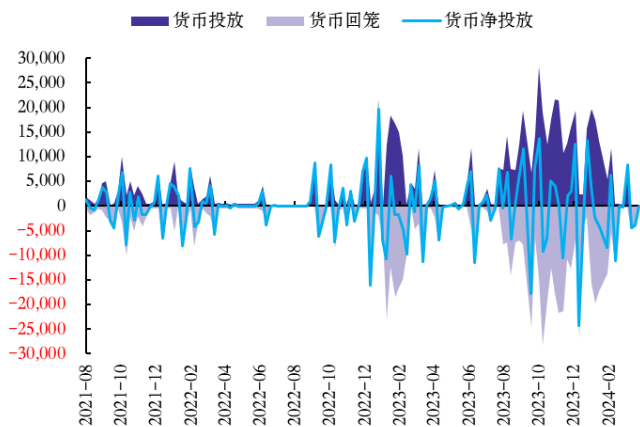
图6: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

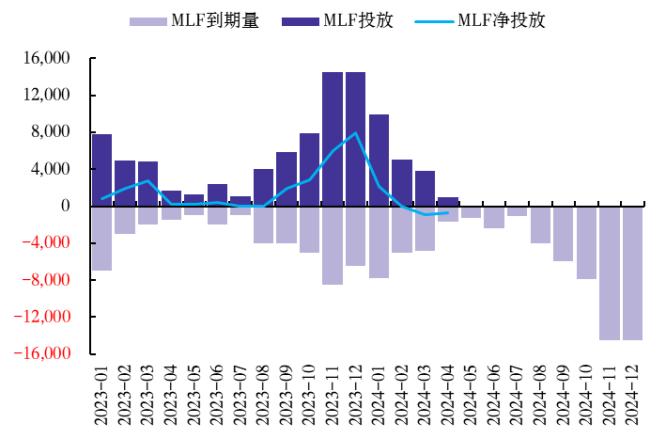
本周: 4月15日-4月19日, 上周: 4月7日-4月12日, 上上周: 4月1日-4月3日

图7: 央行公开市场净回笼20亿元(仅逆回购)(亿元)



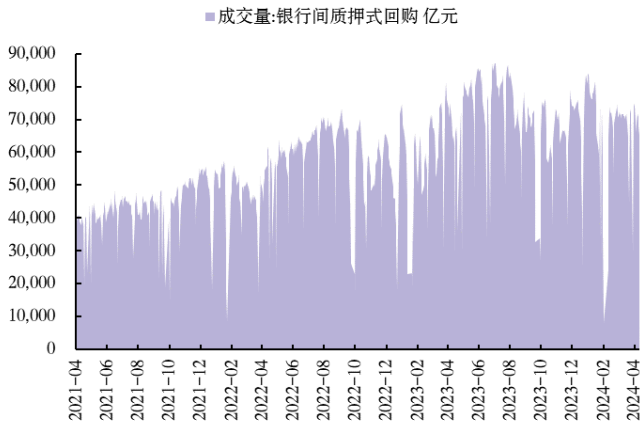
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 4月MLF净回笼700亿(亿元)



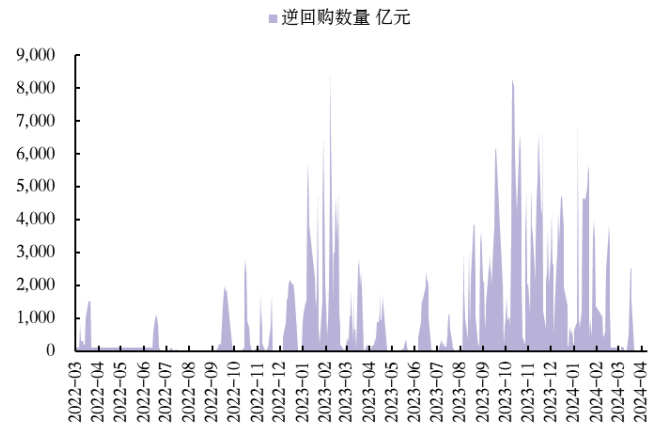
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9：银行间质押式回购日均成交量约 6.93 万亿（亿元）



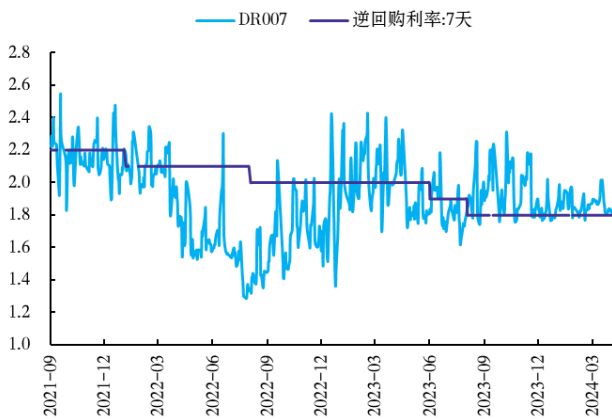
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10：7 天+14 天逆回购规模本周合计 120 亿（亿元）



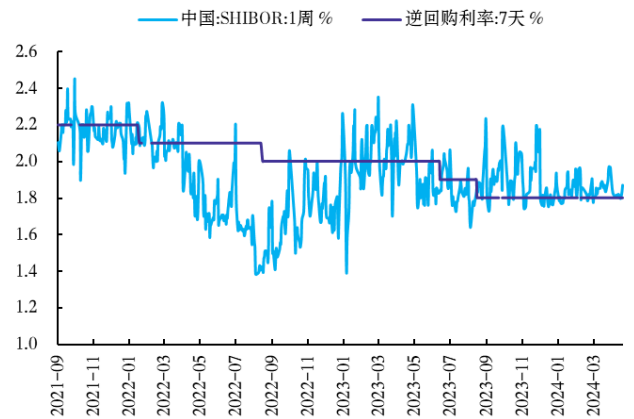
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11：DR007 上升至 1.8775%（%）



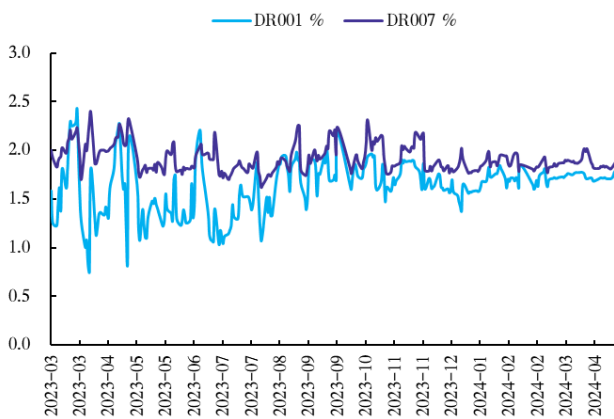
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12：SHIBOR007 收于 1.8700%



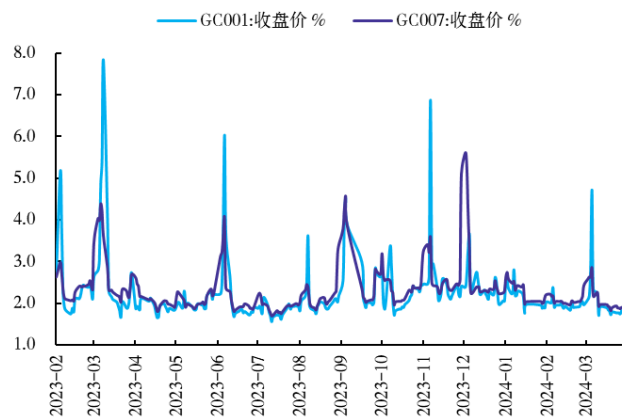
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13：DR007 与 DR001 利差小幅收缩至 8BP



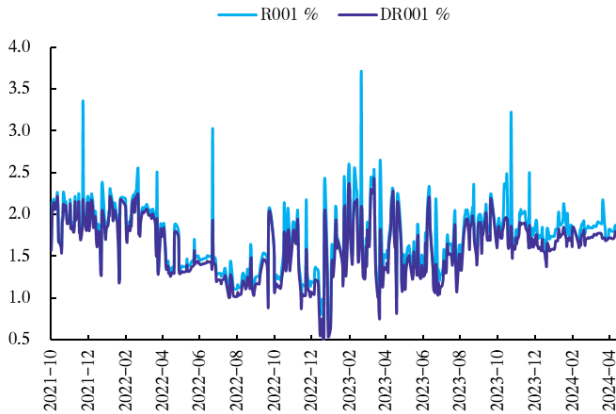
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14：上证所国债回购利率



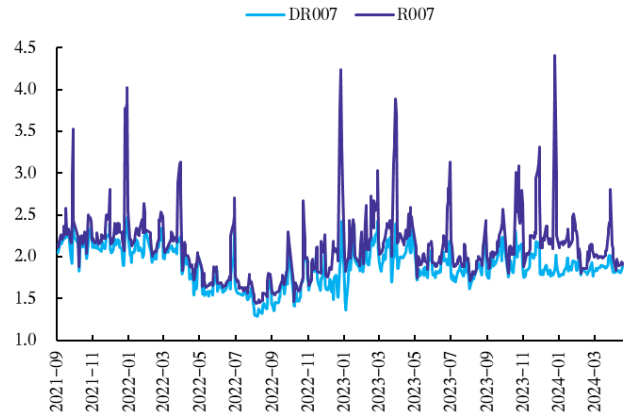
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: R001 和 DR001 利差下行至 7BP



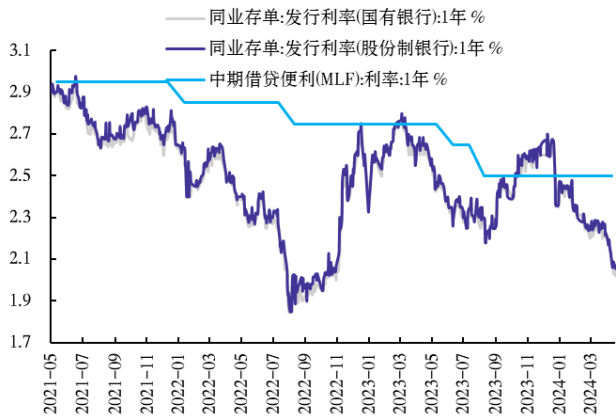
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: R007 和 DR007 利差缩小至 2BP (%)



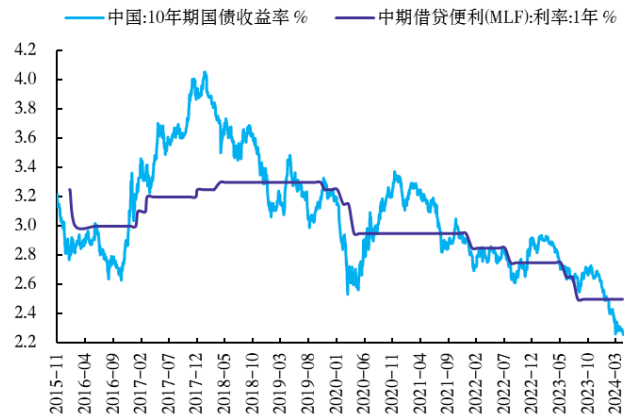
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 同业存单发行利率与 MLF 利率



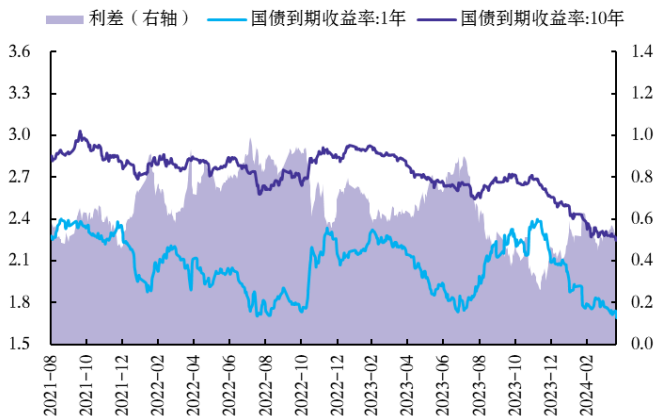
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 10年期国债收益率与 MLF 利率



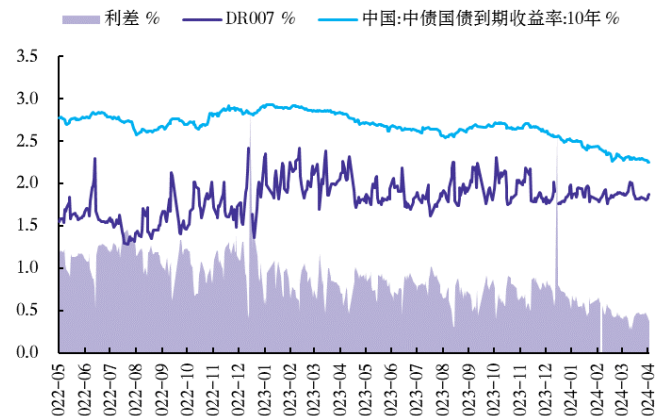
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 国债收益率期限利差扩张 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 10年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 38BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 1年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差下行至 32BP



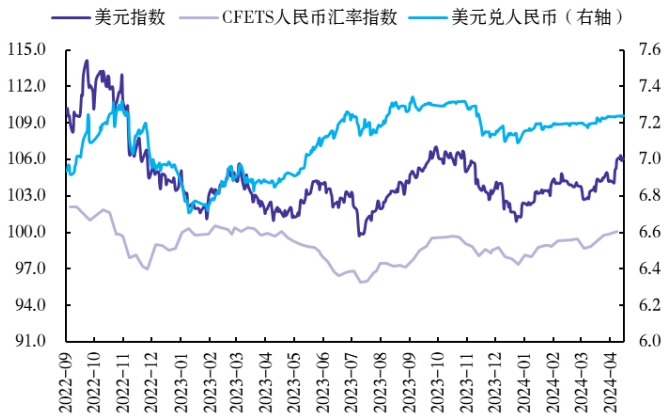
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 一年期 FR007 上行



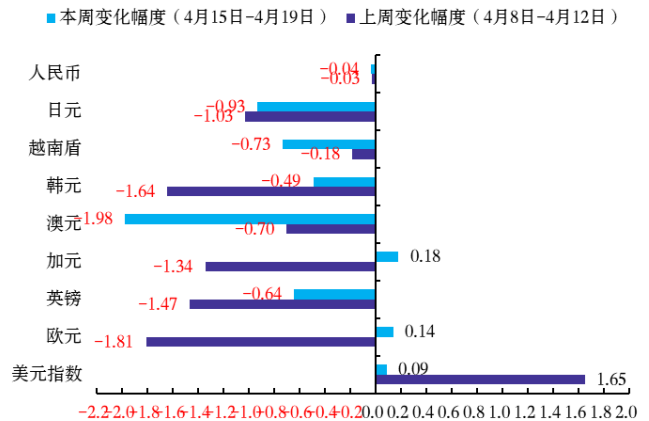
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 美元指数上行至 106.1



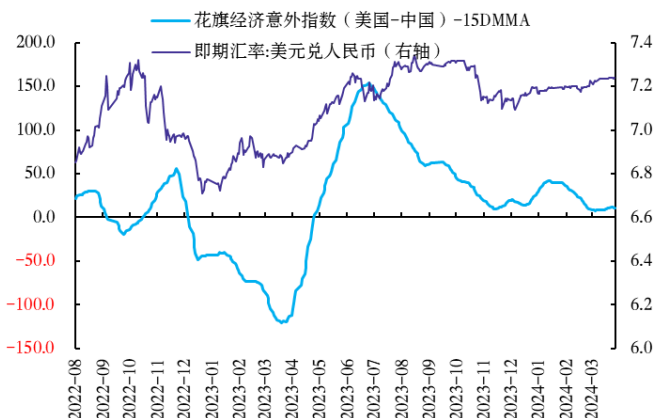
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 非美货币 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 花旗经济意外指数差值扩张



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 人民币即期汇率和中间价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 名义利率与实际利率 (%)	2
图 2: 部分行业实际利率水平	2
图 3: 制造业各细分行业 PPI 累计同比 (%)	2
图 4: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)	2
图 5: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 6: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 7: 央行公开市场净回笼 20 亿元 (仅逆回购) (亿元)	3
图 8: 4 月 MLF 净回笼 700 亿 (亿元)	3
图 9: 银行间质押式回购日均成交量约 6.93 万亿 (亿元)	4
图 10: 7 天+14 天逆回购规模本周合计 120 亿 (亿元)	4
图 11: DR007 上升至 1.8775% (%)	4
图 12: SHIBOR007 收于 1.8700%	4
图 13: DR007 与 DR001 利差小幅收缩至 8BP	4
图 14: 上证所国债回购利率	4
图 15: R001 和 DR001 利差下行至 7BP	5
图 16: R007 和 DR007 利差缩小至 2BP (%)	5
图 17: 同业存单发行利率与 MLF 利率	5
图 18: 10 年期国债收益率与 MLF 利率	5
图 19: 国债收益率期限利差扩张 (%)	5
图 20: 10 年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 38BP	5
图 21: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差下行至 32BP	6
图 22: 一年期 FR007 上行	6
图 23: 美元指数上行至 106.1	6
图 24: 非美货币 (%)	6
图 25: 花旗经济意外指数差值扩张	6
图 26: 人民币即期汇率和中间价	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn